

China Economic Issues

Number 2/08, June 2008

Co-operation between the bond markets of Hong Kong and Mainland

Ji Min, Guan Shengyi *

This paper discusses issues on co-operation between the Mainland and Hong Kong in developing the renminbi bond markets, following the principles of building up a complementary, cooperative and interactive relationship between the two markets. The paper analyses the significance of such co-operation in promoting openness and innovation of the bond market in the Mainland, improving the balance of payment of the Mainland, raising the international role of the renminbi, as well as enhancing the status of Hong Kong as an "international financial centre". Pros and cons of three different co-operation models are discussed: (1) parallel development; (2) cross markets; and (3) full integration.

The near-term objective should be to allow a selected group of qualified issuers and investors to participate in the other market while the two bond markets develop in a parallel way. The scope of investor participation in the other market should be gradually broadened over time, including through the co-operation of the custodians in each market and building up the linkage of market infrastructures of bond registration, custody and settlement. The long-term goal is to form between the Mainland and Hong Kong an integrated and open renminbi bond market.

---

* Ji Min is a Researcher of the PKU-ACOM Financial Information Research Centre and Guan Shengyi is a postdoctoral fellow of the Shanghai University of Finance and Economics. The authors are responsible for the views expressed in this paper and any errors. The authors would like to thank Dr. Zhang Tao and Dr. Yuan Ying for the helpful comments and input.

內地與香港債券市場合作發展探討 [1]

紀敏 [2]、管聖義 [3]

本文以發展人民幣債券市場爲主線，遵循“互補、互助、互動”的基本原則，討論兩地債券市場發展分階段合作的主要思路。本文分析兩地債券市場合作對促進內地債券市場國際化與創新、促進內地國際收支平衡、提升人民幣國際地位以及提升香港國際金融中心地位的意義。在合作的具體形式上，本文探討了(一）平行發展；(二）有限交叉；和(三）一體化融合三種模式的優缺點。

就短期目標而言，雙方應在各自市場平行發展的基礎上，有步驟地選擇合格發行人和投資者參與對方市場，加強兩地市場的互動滲透。從中長期目標看，應在方便兩地投資者參與對方市場的大原則下，通過兩地市場託管機構的相互代理，聯通登記、託管、結算等基礎設施，逐步加深兩地市場的融合程度，在內地和香港之間形成一個統一、完整、互動，以人民幣爲主並覆蓋多幣種的國際化債券市場。

---

1 本文僅反映作者本人觀點，不代表作者所在單位或組織的立場。作者感謝張濤博士在本文寫作過程中提供的寶貴意見，感謝袁鷹博士提供的相關資料和所做的資料整理工作，文中可能的錯誤或遺漏由作者本人負責。

2 北京大學 ACOM 金融資訊化研究中心研究員。

3 上海財經大學金融學院博士後。

一、引言：問題的提出

亞洲金融危機之後，內地及香港均認識到債券市場發展的重要性，債券市場迅速發展。到 2007 年底，內地債券託管量與 GDP 之比接近 50%，香港爲 50.8%。

兩地市場在快速發展的同時，也各有優勢和不足。內地市場總體規模較大，但在產品結構、流動性以及基礎設施等方面還有相當改善餘地。香港市場是一個高度開放的成熟市場，定價水準以及基礎設施世界領先，但受制於自身經濟體總量偏小，市場規模難以擴大。

從國際範圍看，凡是具備影響力的債券市場，無一不具相當規模。債券作爲一種低風險固定收益產品，市場規模十分重要，直接影響流動性、價格發現以及風險管理。通常而言，市場規模的擴大無外兩個途徑，一是靠自身努力吸引更多發行人和投資者；二是與其他市場合作甚至合併以擴大規模。總體上看，內地和香港兩地市場互補性很強，加之經濟金融聯繫密切，互動合作具有廣泛基礎。特別是 2007 年內地國家開發銀行和中國進出口銀行在香港成功發行了人民幣債券，給兩地市場的合作帶來了新的想像空間。如能以此爲開始，探索兩地人民幣債券市場合作，無論對促進整個人民幣債券市場甚至人民幣的國際化，還是對香港債券市場發展以及國際金融中心地位的鞏固，都極具戰略意義。

基於以上背景，本文以**發展人民幣債券市場主線，**遵循“互補、互助、互動”的基本原則，討論兩地債券市場發展分階段合作的主要思路。具體內容爲四部分，一是內地和香港債券市場發展的現狀描述，二是兩地債券市場合作的意義，三是對未來兩地市場合作模式的探討，四是結論。

二、兩地債券市場的發展現狀

（一）內地債券市場的快速發展與不足

1、內地債券市場快速發展

市地債券市場發展的一個轉折，是 1997 年亞洲金融危機後成立的全國統一的銀行間債券市場。在此之前，國債發行後普遍持有到期，除幾個分散的地方證券交易中心外，全國沒有統一的債券市場。1997 年成立全國統一的銀行間債券市場後，債券市場發展逐漸加快。特別是近年來，原本以高信用政府債券和金融債券爲主的市場逐漸引入了企業短期融資券以及企業中期票據等產品，債券市場開始成爲資本市場的一個重要組成部分。

從市場規模看，到 2007 年底，內地市場各類債券託管量（餘額）的面值 12.33 萬億元人民幣(圖 1)，與 GDP 之比近 50%，相當於同一時點 A 股總市值的 37.8%，人民幣貸款餘額的 46.9%；從產品結構看，既包括國債（中央政府債券）、中央銀行票據[4]、金融機構債券（政策性銀行債券和商業銀行債券）、外國機構債券等高信用債券，也包括短期融資券（商業票據）、中期票據、公司債券

[4]中央銀行票據指中央銀行對商業銀行等金融機構發行，用於回收商業銀行流動性的公開市場操作工具。近年來，內地由國際收支巨額順差導致的外匯流入大量增加，爲對沖由此產生的流動性，中央銀行創設票據進行對沖。目前中央銀行票據餘額已超過國債，成爲內地債券市場第一大規模的債券。

等企業債券，還有少量衍生產品，如住房抵押債證券（MBS）、資產支持證券（ABS）。[5]；從期限結構看，從 1 年至 30 年不等，結構相對完整；從交易方式看，除現券交易外，買斷式回購、遠期、利率掉期、遠期利率協議等衍生品市場初具雛形。從利率結構看，包括固定利率債、浮動利率債、零息債、可贖回債、本息剝離債等多個品種。從市場基礎設施看，不僅建立了高效的託管體系，而且在結算方式上初步實現了券款對付（DVP）以及交易與結算資料的“直通式”處理（STP）。開通質押融資與融券業務，提高債券在不同市場的轉託管效率以及各個市場的互動性。

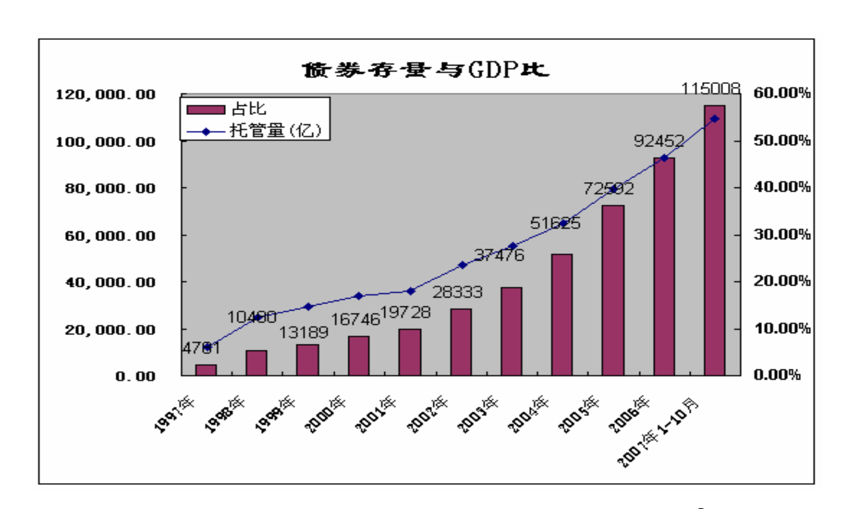


圖 1　內地債券市場規模迅速擴大 [6]

資料來源：中國債券資訊網。

2、內地債券市場的不足

內地債券市場有幾項不足之處：

<u>品種結構不合理</u>。內地市場多以國債、央行票據、政策性銀行債等高信用債券爲主，公司債券、資產支援證券等信用產品偏少。到 2007 年底，內地債券市場公司債券類等信用產品比重僅 6%，遠低於美國等成熟債券市場超過 20%的比重。

<u>期限結構不合理</u>。以國債爲例，期限結構上“兩頭小、中間大”，短期債券發行量（1 年期以內）僅占全部發行量的 32%，而美國則超過 80%。2003-2007 年中 30 年期國債僅有一次發行，影響了債券收益率曲線的完整性。

<u>市場主體單一</u>。儘管內地銀行間債券市場成員已超過 6000 家，幾乎覆蓋了所有銀行、非銀行金融機構以及相關大型企業，但債券在各類持有者之間的分佈很不均衡，各類銀行持有全部債券存量的 60%-70%，風險沒有得到分散。

---

5 指 2006 年國際金融公司債券和亞洲開發銀行在內地銀行間債券市場發行的債券。

6 此資料僅指銀行間債券市場的債券存量，不包括交易所市場的債券存量，後者約佔 5%。

市場流動性不足。儘管建立了做市商（market maker）制度，但平均交投率僅爲託管量 3 倍左右，遠低於美國平均 5 倍的水準。從市場報價穩定性看，2007 年 1-8 月做市商雙邊報價（買賣差價）最高超過 90 個基點，而香港約 5 個基點，英國約 3 個基點，美國短期國債約 2 個基點，波動性明顯大於成熟市場。

	银行间债券市场	交易所债券市场
管理者	人民银行	证监会
交易工具	现券、回购、债券远期、利率互换、远期利率协议	现券、回购
交易品种	国债、政策性金融债、次级债券、企业短期融资券、美元债券	国债、企业债、公司债、可转债
投资者	金融机构、非金融机构、亚洲债券基金	非存款类金融机构、企业、自然人等
交易方式	场外询价、逐步成交	集中竞价、撮合成交
托管机构	中央国债登记结算公司	中国证券登记公司

表 1　銀行間債券市場和交易所債券市場比較

市場分割。目前內地債券市場由銀行間債券市場、商業銀行櫃檯債券市場、交易所債券市場組成（表1），交易場所分別在全國銀行間拆借中心、滬深交易所，商業銀行櫃檯，託管結算分別在中央國債登記結算公司和中國證券登記結算公司，監管分別由人民銀行、證監會負責。商業銀行只能進入銀行間債券市場交易，不能直接進入交易所市場交易。由於政出多門，相互牽制，交易品種、市場參與主體、交易機制等各不相同，不同市場債券託管、清算、交割等基礎設施互不聯通，降低了市場整體效率和流動性，增加了交易成本。

（二）香港債券市場的現狀和不足

1、開放程度高

香港債券市場是全球最開放的市場之一。外國投資者可自由投資香港發行的債券工具，外國借款人在港發行各種港元或外幣債券亦無限制，亞行等國際機構已成爲香港債券市場最大的發行人，約占其全部債券的三分之一（圖 2）

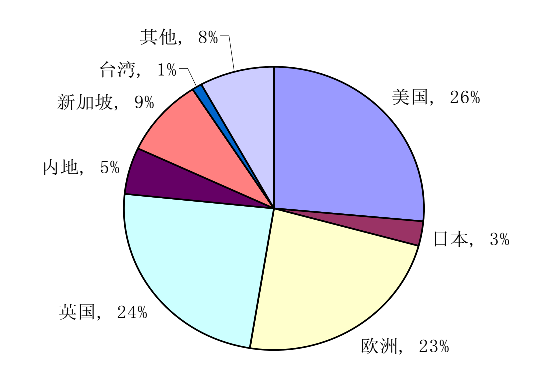


圖 2　香港債券市場海外发行人分布

資料來源：香港金融管理局。

2、基礎設施完善

香港擁有完善的外匯、債務工具及其他證券的結算系統，早在 1996 年就率先引進即時交收結算系統，可以進行即時及收市時貨銀同步交收服務。目前其債券結算系統已具備處理多幣種債券交易的能力，基礎設施優勢明顯。

3、發展較快但規模仍然較小

到 2006 年底，香港市場債券餘額爲 7481 億港幣，較亞洲金融危機時的 1997 年大幅增長 111%，與 GDP 之比達到 50.8%，但這一比例仍大大低於成熟經濟體（圖 3），也遠低於股票總市值和銀行貸款餘額，到 2006 年底，香港股票市場總市值和銀行貸款餘額分別達到 133377 億和 24679 億港幣，分別是債券餘額的 17.8 和 3.29 倍，可見債券市場仍是香港金融市場的弱項。

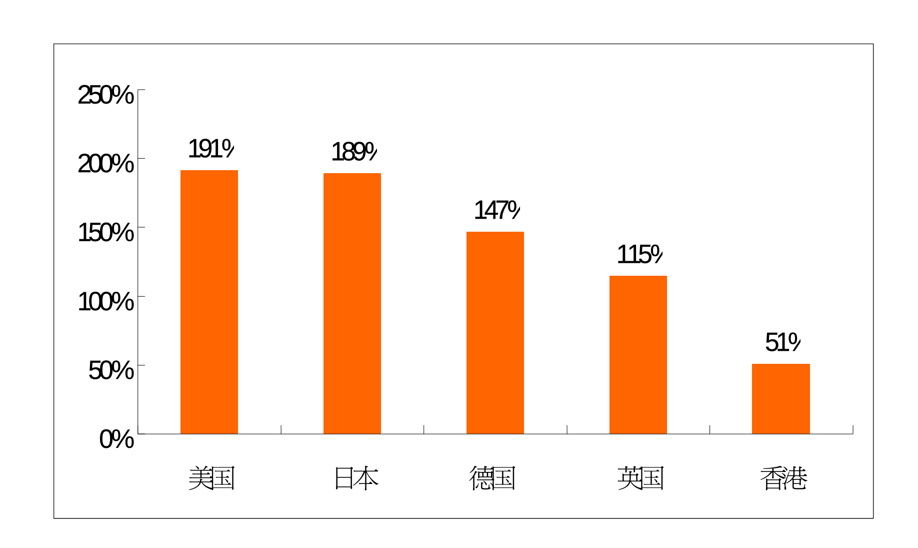


圖 3 香港與主要經濟體債券餘額/GDP 之比

資料來源：IMF，香港金融管理局

香港債券市場規模小有多方面原因。一是港府擁有上千億港元的財政儲備，在審慎理財原則以及聯匯制和評級的較高要求下，政府債券發行量較低；二是香港實行的是聯繫匯率制度下的貨幣發行局制度，只有在資金流入情況下外匯基金才可以發行新的票據和債券，其發行規模遠遠趕不上金融資產增長速度；三是香港金管局不再把私人機構新發行的債券列入公開市場回購操作的合格債券之列，從而削弱了銀行對這部分債券的需求；四是在市場建設層面，除少數幾家公用事業機構外，香港大企業基本由家族控制，企業缺乏向公眾披露資訊的動力，加之債券發行成本較高和發行程式相對複雜，稅費較多等因素，債券融資對公司等借款人的融資活動作用甚微。上述因素大都與香港自身的經濟體性質有關，單靠自身力量難以突破，必須依靠外力特別是吸引境外發行人如大陸發行人。

4、收益率曲線定價基準的參考性不強

香港中短期外匯基金票據雖交投活躍，但由於期限短，特別是缺乏 10 年期以上長端收益率曲線（圖 4），難以承擔爲整個金融市場產品定價的重任。

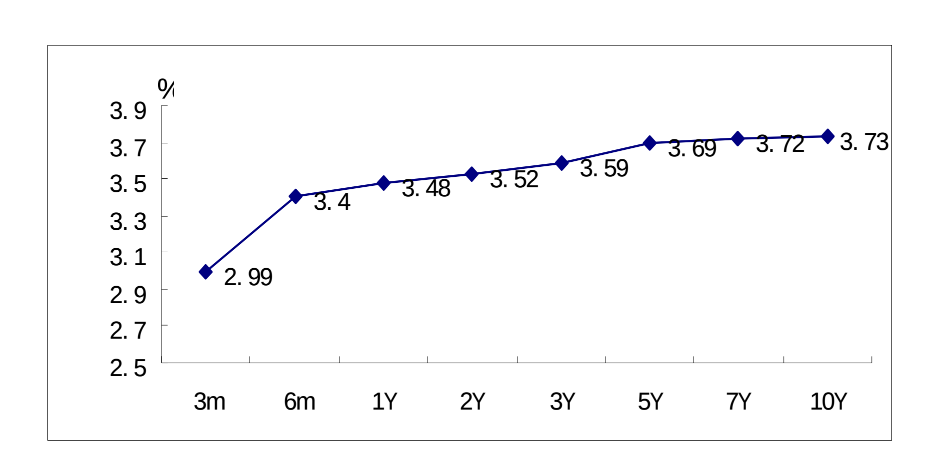


圖 4 香港債券市場收益率一覽（2006 年底）

資料來源：香港金融管理局。

三、兩地債券市場合作的戰略意義

(一) 相關討論綜述

近年來，隨著香港人民幣業務特別是香港發行人民幣債券試點以來，有關兩地債券市場合作意義的討論逐漸增多，主要觀點有四個方面：

一是通過以適當方式連通兩地市場，可使兩地市場同時分享規模經濟效應（任志剛，2007）。這一觀點強調債券市場規模對提升流動性以及改善市場效率的重要意義，並認爲這是債市不同於其他金融市場的一個顯著特點。香港儘管具有國際金融中心的軟硬體設施，但受制於本地經濟規模尤其是特有的財政結構，債券市場發展先天不足，未來債市發展潛力主要不在本地而在吸引境外發行人和投資者。

二是有利於提升內地市場的國際化程度（曹紅輝，2007）。與香港市場相比，內地市場的國際化程度明顯不足。綜觀國際上任何一個發達的債券市場，無一不依託國際金融中心而發展，紐約、倫敦、東京莫不如此。隨著內地經濟在全球地位的提升，債券市場國際化的要求和條件也相應凸顯，加強與作爲中國國際金融中心香港的合作，自然能爲內地債券市場的國際化提供平台。

三是有助於提升兩地市場的效率。就總體看，內地市場的優勢在於規模和發展潛力，香港市場的優勢在於效率、投資者以及定價等技術層面。由於兩地市場互有短長，加強合作有助於改善各自的結構，提升兩地市場效率。

四是有利於推動人民幣資本項目下的可兌換。加強兩地市場合作，特別是在香港發行人民幣債券，等於是在一個國際金融中心打開了人民幣通向世界的一扇大門（巴曙松，2007）。在香港人民幣債券的發行、交易過程中，必然伴隨人民幣跨境結算和跨境流動，出於風險管理需要，投資者要在在一定限度內兌換所需人民幣或外幣頭寸，這就打開了人民幣與外幣在資本項下可兌換的空間。

(二) 合作的戰略意義

目前對香港發行人民幣債券利弊的討論，更多基於兩地市場互不相通現狀下對各自市場的利弊分析，缺乏對兩地市場在相互合作特別是互聯互通前景下的深入討論，這些觀點過於靜態。本文將從兩地市場合作特別是基礎設施以及投資者互聯互通的思路出發，討論兩地市場合作的戰略意義、合作方式及前景。

1、 促進人民幣債券市場的國際化和創新

近年來內地債券市場規模迅速擴大。但與成熟市場相比，無論在廣度還是深度上，還有相當差距。其中一個突出問題，就是國際化程度低，缺乏多樣化的參與者，影響了市場定價的有效性，妨礙了市場創新。

2006 年亞洲開發銀行和國際金融公司在內地銀行間債券市場發行了人民幣債券，這是境外機構首次在境內發行人民幣債券，合格境外機構投資者（QFII）和合格境內機構投資者制度（QDII）制度也相繼建立。在這一背景下，如能借助香港這一國際金融中心發展人民幣債券市場，則會逐漸吸引一些成熟、多元化的國際投資者，對促進整個人民幣債券市場的國際化，進而提升市場發展水準具有重要意義。此外，通過內地和香港債券市場的聯動發展，能夠有效提升人民幣債券的市場定價水準，也使其他人民幣理財產品的定價更爲科學，促進金融創新。

2、 豐富投資管道，促進內地國際收支平衡

加強兩地債券市場合作，特別是引導內地投資者參與香港債券市場，對促進內地對外投資以及平衡國際收支具有戰略意義。

2001-2007 年，內地貿易順差從 225 億美元上升到 2622 億美元，占 GDP 比重由 1.7%上升到 8.08%，外匯儲備由 2001 年底的 1656 億美元，增加到 2007 年底的 15282 億美元，增長 9 倍多。在國際收支壓力與日俱增的背景下，加強兩地債券市場合

作能夠爲內地開闢新的投資管道，兩地市場合作正面臨重大而難得的歷史機遇。

3、 提升人民幣國際地位

當今全球金融交易規模遠超經濟貿易，貨幣主要分佈在金融市場而不是實體經濟領域。債券作爲金融市場中規模最大的一個部分，是貨幣交易和儲藏的主要載體，其國際化程度如何，自然對一種貨幣的國際地位具有重要影響。

以美元爲例，目前在貿易領域其地位有所下降，但大部分美債由海外持有，這對維護美元地位至關重要。再以澳元爲例，自上世紀 70 年代實施盯住美元的固定匯率制，到 80 年代可兌換成爲一種國際貨幣，只有 10 年時間，這一過程與澳元債券市場的國際化密不可分，2005 年底，澳元歐洲債券市場最大發行人包括新南威爾士州政府、世界銀行和兩家荷蘭銀行，澳元在離岸市場的交易甚至超過了國內市場（表 2）。

	全球交易	国内交易	离岸交易	离岸交易比例
美元	1572.9	422.8	1150.1	73
欧元	659.4	196.6	462.8	70
日元	359.2	139.6	219.6	61
英镑	299.4	209.5	89.9	30
澳元	97.1	39.4	57.7	59

表 2　主要國際貨幣的本土及離岸交易分佈（10 億美元）

資料來源:BIS，2005，Triennial central bank survey，統計時間爲 2004 年 4 月。

目前內地經濟規模（名義 GDP）居全球第 4 位，貿易規模（進出口總額）居第 3 位，外匯儲備規模居第 1 位。這些基本因素決定了人民幣國際地位必然上升。目前在邊境貿易、旅遊和人員往來中，人民幣已具有一定的支付功能。如果香港的人民幣債券市場能夠發展起來，對提升人民幣國際地位意義重大。

4、提升香港國際金融中心的地位

香港的銀行體系十分發達，但債券市場規模有限，這與其國際金融中心的地位並不相稱。從未來趨勢看，香港債券市場發展的最大潛力，莫過於在加強與內地全方位合作的基礎上，發展人民幣債券市場。從短期看，人民幣債券在港發行有助於擴大香港銀行的資產業務範圍，爲香港的人民幣存款找到合適的投資管道；有助於增加香港債券市場的交易幣種和品種，擴大債券市場的規模；有助於進一步打通香港與內地資金融通的管道。從中長期看，隨著人民幣資本項目管理體制的改革和香港債券市場逐步與內地聯通，香港完全有條件成爲一個人民幣離岸債券的中心市場，成爲整個

人民幣債券市場的一個國際化交易平台，這對未來鞏固香港的國際金融中心地位意義重大。

5、形成更爲科學的定價基準

在投資者互不參與的情況下，兩地市場會在定價上形成差異，A 股和 H 股就是一個典型，香港和內地的人民幣債券也是如此（表 3）。就目前現狀而言，無論內地或香港均未形成理想的債券收益率基準，加強兩地市場合作特別是聯通兩個市場的託管結算系統，有助於兩地市場在互相滲透、優勢互補的基礎上，形成一個科學統一的債券收益率定價基準。

	期限（年）	香港债市（中行报）			中债收益率
		买收益率	卖收益率	买卖中值	
国开行债券	1.70	3.01	2.83	2.92	4.15
进出口行债	1.82	2.99	2.82	2.905	4.18
中国银行债	1.92	3.09	2.92	3.005	4.44

表 3　內地銀行間市場與香港人民幣債市價格比較（%）

資料來源:中債網和金管局網，時點爲 2007 年 10 月 30 日。

6、促進亞洲債券市場發展

目前亞洲債券市場已成爲僅次於美國的世界第二大債券市場。2004 年亞洲十一國中央銀行提出加快亞洲債券市場發展的倡議，並以外匯儲備出資成立了兩期亞洲債券基金，用於投資成員國發行的政府或准政府美元債券，以起到推動亞洲債券市場發展和促進外匯儲備保值增值的作用。在亞洲債券基金設立和交易過程中，香港從方案設計、託管、投資、交易等方面發揮了重要作用，成爲亞洲債券基金的重要投資和交易場所之一（圖 5）。內地和香港債券市場若能聯動發展，一則對促進亞洲債券基金發展將起到推動作用，二則對促進亞洲債券市場合作起到示範作用。

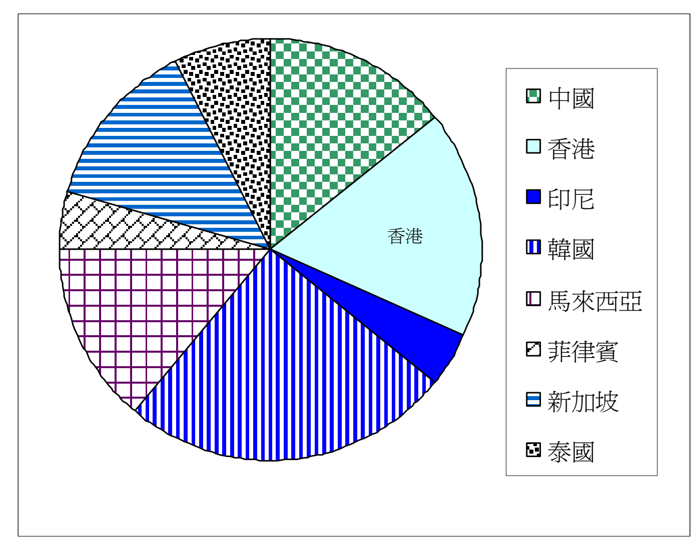


圖 5　亞洲債券基金在各成員國投資比例

資料來源:香港金融管理局。

四、 兩地債券市場的合作

兩地債券市場未來合作的最大潛力，在於建立一個人民幣離岸債券市場。對內地而言，這是人民幣債券市場國際化和創新的前沿陣地；對香港而言，這是擴大債券市場規模進而鞏固國際金融中心地位的一個關鍵。如以在香港建立一個與內地聯通的人民幣離岸債券市場爲目標，按照後臺基礎設施以及投資者的融合程度，兩地債券市場合作可劃分爲平行發展、有限融合和一體化三種模式。

（一）平行發展模式

在平行發展模式下，兩個市場具有獨立的發行、交易和託管結算系統。無論是發行人還是投資者，要實現對兩個市場的利用，均需在兩個市場同時開設相應的託管和結算帳戶，同一發行人在兩個市場發行的同一債券，可能存在價差，但這也是平行模式最大的好處，即通過兩個互不聯通但功能相似市場之間的相互競爭，方便投資者選擇或同時參與。平行模式目前在國際上普遍存在，如美國的美元債券市場和歐洲的美元債券市場，澳大利亞的澳元債券市場和歐洲的澳元債券市場。目前內地和香港債券市場的關係也基本處於平行發展狀態，兩個市場在發行、交易以及託管結算等市場環節上互不聯通，投資者也不能自由參與對方市場。

1、狀態特徵

在發行和交易方面，發行體分別在兩個市場發行債券，所發債券不能轉移到另一市場流通，二級市場存量債券也不能轉移到另一市場流通。

在投資交易方面，投資者分別參與兩個市場進行不同的債券交易，不能實現利用一個債券帳戶分別進行不同場所的債券交易。

在託管方面，債券分別託管在兩個市場的後台體系，兩個市場託管結算的後台以及投資者帳戶互不連通。

在結算方面，兩個託管結算機構不

參與對方市場的債券交割結算業務，不涉及跨境結算。投資者要參與對方市場，需在對方市場另開單獨的債券帳戶，按照不同的結算交割指令分別辦理結算。

在資金清算上也無特殊安排，各自維持現有的資金清算和交收體系，不涉及資金的跨境清算。

在資訊行情方面，兩個市場各自形成獨立的債券行情。由於市場參與主體不同，交易規則與慣例不同，同一發行人發行的同一期限債券在發行定價及二級市場的做市商報價上會有明顯差異。

在監管方面，兩個市場由不同的監管部門管理，在管理理念與規則上均有不同。

2、有利方面

在平行模式下，兩個市場在物理上沒有實質連接，在制度安排、要素流通上也有不同限制，這一安排有利於保持市場原有特點和功能完整。隨著香港人民幣債券市場規模和內地外幣債券市場規模的擴大，兩地市場的功能會逐步趨同，在市場主體逐漸放開的促進下，兩地市場會形成一定競爭，發行人和投資者會從中受益。

3、不利方面

會形成市場分割。平行模式下兩個市場互不聯通，在香港發行的人民幣債券在本地託管和流通，不能回流內地，勢必減少內地市場的增量，也無法實現兩地市場一體化帶來的規模效益。

香港人民幣債券市場規模難以擴大。平行模式下兩個市場特別是後台債券託管結算系統互不聯通，香港人民幣債券市場的擴大只能依靠自身積累，而受制於人民幣資本項目的管制，香港自身的人民幣資金及人民幣債券規模將難以擴大。

造成事實上又一個分割的人民幣債券市場。由於券種不能跨境流通，主體不能自由交易，交易結算規則與內地也不統一，資訊不共用，勢必形成同一債券在兩個市場上定價的差異。由於機構投資者的債券帳戶不支持兩個市場的自由交易功能，債券不能轉託管和跨境流通，加之資本管制，所以套利不可能發生，價格差異會長期存在，形成兩個分割的人民幣債券市場。

4、平行模式下兩地市場的合作

平行模式下要發揮兩地市場的相互競爭優勢，盡可能減少市場分割的負面影響，關鍵是解決投資者的市場准入問題，在投資者不能自由進入市場的限制下，平行發展模式下的競爭優勢就無法實現。就現狀而言，在香港發行人民幣債券，其流通和交易均與內地債券市場沒有必然聯繫，且兩地投資者不能自由參與對方市場。對香港而言，平行模式下的另一個關鍵問題，是如何吸引境內機構來港發債？在人民幣資本項目不可兌換的前提下，香港人民幣存量的增長會受到很大限制，難以支撐大規模的人民幣債券發行，加之交易結算規則、清算制度安排、收益率等因素，內地機構參與香港人民幣債券市場的熱情會受到影響。

（二）有限交叉模式

在有限交叉模式下，兩個市場在債券的發行、交易方面互有交叉,相應在託管和結算上可通過轉託管方式

實現兩個市場的部分聯通。與平行模式相比，轉託管方式實現了部分債券在兩個市場之間的相互融通，但對投資者而言，轉託管方式仍需投資者在對方市場開設獨立的託管和結算帳戶，不支持投資者在同一帳戶下交易不同市場債券。內地的銀行間債券市場和交易所債券市場的相互關係目前就處於有限融合狀態。

1、狀態特徵

交叉發行。指部分債券品種的跨境發行，比如利用香港衍生品市場的優勢，將資產支持證券等一些定價偏難的人民幣債券在香港發行和交易。

跨境交易。指交易對手分處不同國家或地區的交易，可嘗試將部分債券品種轉入對方市場交易，同時允許兩地部分投資者參與對方市場。

跨境結算。指發生在交易一方或雙方所在國家（地區）以外國家(地區)的結算。多數情況下，跨境結算發生在證券的發行國(或地區)的一方，但也有例外，比如許多歐洲政府債券在倫敦交易，但卻通過比利時的歐清系統或盧森堡的明訊系統結算。在有限交叉模式下，投資主體要參與對方市場，仍須在對方託管結算系統單獨開設債券帳戶，債券跨境流通只能通過轉託管方式進行，而且對兩個市場而言，不同債券的轉入轉出對對方市場流量會產生影響，這表明轉託管方式並非債券市場成熟的標誌，只是解決市場分割的一種變通方式。實際操作中，陸港債券市場的轉託管發行與交易可參照內地銀行間與交易所市場國債跨市場發行與交易模式。

跨境託管。在交叉模式下並不涉及跨境託管問題，陸港兩個託管結算機構各自提供本市場的託管服務。如果發生債券轉託管，則雙方託管量會發生此增彼減的變化。

2、有利方面

可迅速壯大香港債券市場規模。通過債券轉託管和合格境內機構投資者（QDII）等制度，一方面可直接增加香港債券市場的規模，另一方面可增加香港債券市場的投資者隊伍，進而增加香港債市人民幣資金的規模，有助於擴大香港債券市場的規模和和提升活躍程度。

有利於內地債券市場創新。可充分利用香港衍生品交易活躍與機構投資者管理風險的優勢，將資產支持證券等一些定價較爲複雜的債券品種在香港市場發行和交易，使其成爲人民幣債券衍生產品創新的試驗田。

增強兩地市場的互動。部分券種的相互掛牌交易與部分投資者的相互參與，可以促進兩個市場互動，從而降低兩個市場的價差。同時雙方託管結算機構之間合作的加強，可以促進託管業務的國際化，從而提供多樣化的託管結算服務。

拓展內地對外投資管道。通過引入債券市場的 QDII 制度，使香港債券市場成爲內地人民幣、港幣、美元等資金運用的重要場所。

3、不利方面

增加投資者交易成本。由於是有限融合，兩個市場仍在兩套託管結算體系、兩種價格形成機制、兩種交易結算規則下運行，兩個市場的差異仍然存在，投資者要參與對方市場，需另開帳戶並通過轉託管方式

進行，這會增加交易成本，從而影響其參與的積極性。

香港人民幣債券市場發展仍受限於主體的完全放開與券種的自由掛牌交易。部分券種的相互掛牌流通與部分投資者的相互參與，提升了兩個市場的互動性，但審批效率和結算安排仍會影響兩個市場的互動程度，較之兩個市場完全互聯互通所帶來的規模經濟和整體效率仍有距離。

可能存在跨境結算的風險。與一國(或地區)內部結算相比，跨境結算的成本和風險受當地市場慣例的影響較大。比如只有當地市場實現券款對付（DVP)，跨系統結算才能券款對付，結算時滯也要遵從當地慣例，這可能會增加跨境投資的風險。

（三）一體化融合模式

在一體化融合模式下，兩個市場在發行、交易及託管結算方面基本融合，投資者在同一帳戶下可支援在不同市場的交易。一體化模式典型的是目前的歐元區債券市場。在這一模式下，香港人民幣債券市場將成爲內地人民幣債券市場的一個有機組成部分，成爲人民幣債券的一個國際化發行和交易場所。

1、狀態特徵

本文將一體化債券市場定義爲託管結算後台上集中統一的債券市場。對投資者而言，可實現在一個債券帳戶下參與不同市場交易的功能。對發行人而言，無論在哪個市場發債，只存在唯一價格。可以總結爲三個特點：集中結算、集中定價及高度的開放性。一體化的債券市場可以分層次、分場所交易，資訊也可在不同場所發佈。

在雙方託管結算機構有效聯通的基礎上， 陸港債券市場合作可以體現在債券跨境發行，跨境交易（包括交叉買賣和交易品種相互流通)、參與者自由進入、資訊共用等方面。其核心是支援現有投資者在不增加交易和結算成本的基礎上，實現一個債券帳戶在兩個債券市場的自由交易。主要體現在以下兩個方面：

一是跨境發行， 即發行與投標上的一體化。同一發行人發行的債券(不限於人民幣債券)可以在同一時間利用同一發行系統面向香港與內地投資者招標發行。其好處是：

提高發行效率。由於實現了在不同市場的一體化發行，對發行人而言，不管在哪個市場發債，只需連通一個電腦終端即可實現，其發行公告等資訊均可同時在內地與香港市場公開，發行效率大大提高。

減少定價差異。由於在同一時間面對兩地市場投資者同時發行，能夠實現發行定價上的唯一性。由於託管結算機構的充分聯通，兩地市場投資者能夠方便地跨市場買賣，二級市場的定價也會因套利而趨同。

方便投資者選擇。通常投資者大都偏好本地市場的交易習慣和規則，通過兩地市場託管結算帳戶的有效聯通，可在不改變投資者習慣的同時，方便其認購其他市場發行的債券，這將大大提高投資者參與對方市場的興趣，兩地市場的融合程度會因此大大提高。

二是跨境交易，包括交叉買賣、品種相互流通、合格機構投資者方便參與對方市場、債券報價與交易結算資訊共用等方面。

品種相互流通。品種相互流通是指

兩地二級市場債券的相互掛牌。一是可考慮將內地債券市場一些高信用債券在香港市場以人民幣標價流通，比如中央政府債券、金融債券等，以增強香港市場的人民幣債券供給；二是香港債券市場的港幣(也包括其他外幣)債券可在內地市場以外幣形式掛牌交易，以滿足內地投資者對外幣債券的需求。

投資者相互參與。無論是債券的跨境發行或跨境交易，均以雙方投資者相互參與爲前提，這必然涉及兩方面問題，一是資本的跨境流動，二是債券帳戶託管關係的變化。對前者而言，可通過分步放開跨境機構投資者資格規避風險。對後者而言，需要保證在不改變投資者託管關係和交易結算習慣的前提下，實現本地一個帳戶交易多市場債券的便利。

2、一體化融合模式所需要的前提條件

報價與交易系統一體化。在一體化模式下，雙方各自的報價與交易系統應能支援兩個市場的共同需要，在做市商報價、點擊成交、結算交割等方面均能做到一體化。在債券的報價與交易系統方面，目前內地和香港還有不小差距，現階段尚難做到報價與交易系統的集中統一。從國際經驗看，債券報價與交易並不要求集中統一，甚至可以分層次報價和交易。美國的場外債券市場有多個報價交易系統，不同經紀人集中收集多個做市商的報價資訊以便共用。兩地債券市場也可採取類似的分層報價模式，即不同市場投資者可在本地自動點擊交易報價系統，市場實現了分層次報價交易，不同的報價交易與同一後臺結算系統相聯。

債券託管結算的一體化。一體化模式下兩地市場的託管結算機構在業務上實現了完全意義上的互聯，債券跨境託管不再通過轉託管方式進行，而是通過互相建立代理總帳戶的方式進行，能夠支援投資者一個債券帳戶在不同市場交易的功能，這是一體化融合模式最重要的特點。具體操作是：如果內地投資者投資香港市場，則通過大陸中央託管機構（CDC）在香港中央託管機構（CMU）下開設代理總帳戶，代理總帳戶與香港本地投資者的債券自營帳戶建立一一對應的託管關係，用於託管轉到香港市場流通的人民幣債券，即轉到香港債券市場流通的債券仍託管在 CDC 名下，此時 CMU 實際爲二級託管人。相反，如果香港投資者投資內地債券市場，則 CMU 在 CDC 下開設代理總帳戶，代理總帳戶與內地投資者的債券自營帳戶建立一一對應的託管關係，用於託管轉到內地市場流通的香港債券，即轉到內地市場流通的債券仍託管在 CMU 名下，此時 CDC 實際爲二級託管人。

規範統一的市場規則與資訊披露標準。資訊方面的建設是影響兩地債券市場合作的一個關鍵因素。對投資者而言，能否獲取債券資訊直接影響其參與市場的積極性，此所謂“透明度維繫著債券市場的生命力（任志剛，2007）”。例如爲促進歐元區債券市場的發展，歐盟逐步統一債券市場操作慣例，如付息頻率、計息規則、報價指標、結算週期、工作日安排等。在歐元推出之後，將歐元區內各國本幣面值債券改爲統一的歐元面值。在一體化格局下，內地和香港債券市場也必然統一市場運行和資訊規則，如債券報價、交易、結算資訊規則的統一，會計、稅收規則的完善等等。

必要的金融當局合作。金融當局合作之所以必要，在於它們對各自金融體系的整體穩定所肩負的責任。這些職責要求金融當局識別系統風險的源頭，並考慮能夠消除多大的風險，對兩地債券市場合作而言，最大的風險源於跨境結算安排的透明性。與此同時，兩地市場因投資主體開放而可能產生的跨市場風險無疑將增加監管及風險控制的複雜性。

（四）兩地債券市場合作模式的轉化

上述三種模式分別代表兩個債券市場之間三種不同的關係狀態。就一般意義而言，判斷不同貨幣主導下兩個債券市場關係狀態的主要標準，是區域內貨幣與債券託管結算上的一體化程度。三種發展模式既可能長期並存，也可能由一種狀態向另外一種狀態轉化，這取決於市場發展需要及開放程度，並與區域內貨幣制度的變化有很大關係。

1、由平行模式向有限交叉模式轉化

如果一個市場能夠依靠自身力量得到充分發展，並能在一定區域內發揮主導作用，平行發展模式並不一定要向有限交叉模式轉化。如果市場自身規模較小，且靠經濟體內部需求難以擴大時，則應借助外力，通過與別的市場交叉融合實現自身的跨越發展。特別是當兩個市場內在互補性強，有限交叉後的規模性優勢明顯時，則監管當局應主動促進平行發展模式向有限交叉模式的轉化，以提高市場效率和降低市場成本，並加快壯大自身市場規模。

就香港債券市場與內地債券市場的關係而言，目前看是一個典型的平行發展模式，但前述分析表明，兩個市場互補性強，通過有限交叉既可顯現規模優勢，又能發揮各自市場的特色優勢，未來應促進兩地市場特別是人民幣債券市場從平行發展模式向有限交叉模式轉化。

2、從有限交叉模式向一體化模式轉化

有限交叉模式是兩個市場合作的長期模式。從國際現狀看，目前覆蓋不同國家的一體化債券市場只有歐元區市場，尚未見到兩種貨幣並存但兩地市場完全融合的實例，可見貨幣一體化對債券市場一體化具有重要作用，在可預見的將來，內地和香港貨幣一體化並無必要和可能，兩地債券市場完全一體化也就無從談起。但僅就香港的人民幣債券市場而言，則存在納入內地整個人民幣債券市場通盤考慮的可能。一是隨著兩地人員和貿易往來的擴大，香港人民幣存量規模將逐漸擴大，人民幣債券市場也會隨著擴大；二是人民幣債券市場要走向國際化，需要借助香港國際金融中心這一平臺；三是人民幣資本項目逐步走向可兌換，香港人民幣債券市場的發展也是一個重要途徑。如果在這一過程中能夠促進香港和內地人民幣債券市場的逐漸交叉，既有助於促進香港人民幣債券市場的發展，也存在將其併入內地人民幣債券市場的可能，即成爲整個人民幣債券市場的一個國際化發行和交易平台。

五、 結論

本文對內地和香港兩地債券市場的合作模式作了探討。就總體而言，兩地債券市場在亞洲金融危機後的均獲得了快速發展，但各自也都面臨加快發展的制約和挑戰，加強兩地市場合作具有多方面重要意義。

對內地而言，借助與香港市場合作，其市場創新水準和國際化程度能得到有效提升；對香港而言，借助與內地市場的合作，能有效彌補發債需求的不足，從中長期看，隨著人民幣資本專案管理體制的改革和兩地債券市場合作的加強，香港有條件成爲一個人民幣離岸債券中心市場，成爲整個人民幣債券市場的一個國際化發行和交易平台。

具體看兩地市場的合作，涉及兩種貨幣、兩個貨幣當局和各自的市場利益，需在謀求共贏的基礎上有步驟、分階段地推進。就短期目標而言，雙方應在各自市場平行發展的基礎上，有步驟地選擇合格發行人和投資者參與對方市場，加強兩地市場的互動滲透。從中長期目標看，應在方便兩地投資者參與對方市場的大原則下，通過兩地市場託管機構的相互代理，聯通登記、託管、結算等後台基礎設施，逐步加深兩地市場的融合程度，在內地和香港之間形成一個統一、完整、互動，以人民幣爲主並覆蓋多幣種的債券市場，並成爲兩地發行人及投資者共同參與的一個國際化的人民幣債券發行和交易場所。

參考文獻

1. 中央國債登記結算有限責任公司:《債券託管結算業務》, 2005 年 3 月。
2. 中央國債登記結算有限責任公司債券研究會主編:《債券創新理論與實務》，中國市場出版社，2005 年 11 月。
3. 中央國債登記結算有限責任公司債券研究會主編:《債券市場前沿問題研究》，中國市場出版社，2007 年 12 月。
4. 王平等譯:《證券結算系統推薦標準》，中央國債登記結算有限責任公司 2001 年。
5. 中國人民銀行國際司:《發展亞洲公司債券市場》，中國金融出版社，2006 年 11 月。
6. 邁克·巴克爾、約翰·湯普森著，陳敏強譯:《英國金融體系理論與實踐》（第四版），中國金融出版社，2005 年 12 月。
7. 中國人民銀行、國際清算銀行聯合研討會論文集:《發展亞洲公司債券市場》，2006 年昆明。
8. 雷達、於春海著:《金融發展與金融自由化》，中國青年出版社，2005 年 8 月。
9. 戈德斯密斯:《金融結構與經濟發展》，上海三聯書店，上海人民出版社 1994 年版。
10. 李富有著:《區域貨幣合作：理論、實踐與亞洲的選擇》，中國金融出版社，2004 年。
11. IMF,1993,“Balance of Payments Manual：Fifth Edition,1993”，Washington.
12. Edwards,Sebastian,2002,“Capital Mobility，Capital Controls，and Globalization in the Twenty-first century”,The Annals of the American Academy of Political and Social Science,pp.240-260.
13. Cavallo,Domingo,2003,“Searching for the Right Currency Regime for Emerging Economies”,in The Banker,March,2003。
14. Jakhade,Jayashree 2000,“Capital Account Convertibility-A Far Cry”,http://www.expressindia.com/fe/daily/2000611/ffe0609.html.
15. 中央國債登記結算有限責任公司：中國債券市場年度分析 http://www.chinabond.com.cn/chinabond/article/content。
16. “債務工具中央結算系統”，http://www.info.gov.hk/hkma/chi/infra/index.htm。
17 .“2006 年香港債券市場年報”，http://www.info.gov.hk/hkma/ar2006/chi/index.htm

---

About the Series

China Economic Issues provides concise analysis of current economic and financial issues in China. The series is edited by the External Department.